Российский рынок корпоративных облигаций: возврат к качеству. Обзор

Гульназ ГАЛИЕВА,
управляющий директор,
корпоративные, суверенные
и ESG рейтинги,
АО «Эксперт РА»

Михаил НИКОНОВ,
младший директор,
корпоративные, суверенные
и ESG рейтинги,
АО «Эксперт РА»

Российский рынок облигаций подходит к концу 2022 года в неплохой форме. Если на конец 2021 года объем рынка корпоративных бондов достиг исторического максимума в 17.6 трлн рублей, к середине года объем рынка сжался до 16.7 трлн рублей, то уже к концу сентября практически восстановился и составил 17.56 трлн рублей. Движущей силой восстановления стали эмитенты первого эшелона, многим из которых в условиях закрывшихся внешних источников фондирования пришлось наращивать присутствие на отечественном облигационном рынке.

Высокорисковые эмитенты, для которых единственным источником ликвидности служат средства частников, будут в трудном положении

Первоклассные эмитенты были вынуждены предлагать в этом году ставки, которые стали интересны не только институциональным инвесторам, но и частным. При этом весенний переток розницы в доходные депозиты, а позже и в конкурентные по ставкам бонды надежных эмитентов лишил ликвидности средних и мелких эмитентов. Дефолты, ставшие для рынка нормой и постоянной угрозой, оказались дополнительным фактором, который останавливает частных инвесторов от работы с рисковыми эмитентами.

Мы ожидаем, что в ближайший год активность облигационного рынка сосредоточится в верхних эшелонах, где сочетание доходности и риска продолжит оставаться привлекательным и для институционалов, и для розничных инвесторов. Высокорисковые эмитенты, для которых единственным источником ликвидности служат средства частников, будут в трудном положении. Инвесторы, которые продолжают работать с подобными эмитентами, требуют за доступ к своим деньгам большей доходности, большей прозрачности, а также лучшей IR-активности.

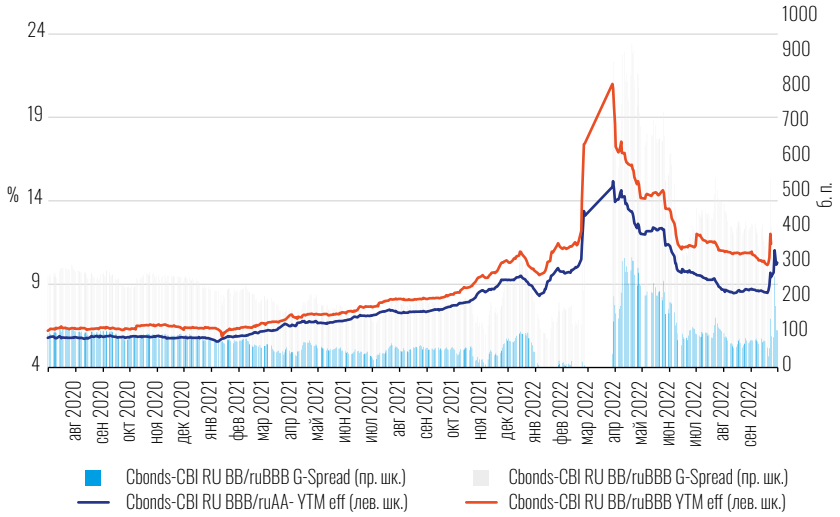
ЛОКОМОТИВЫ РОСТА РЫНКА СНОВА В ПЕРВОМ ЭШЕЛОНЕ

Облигационный рынок смог достаточно быстро выйти из состояния шока. Если на конец 2021 года объем рынка корпоративных облигаций составлял 17.57 трлн рублей — абсолютный рекорд за последние 10 лет, то к середине года объем рынка сократился на 5%, до 16.74 трлн рублей. При этом к концу сентября объем почти восстановился до докризисного.

Движущей силой такого восстановления стали эмитенты первого эшелона, которые при закрытых внешних источниках фондирования нарастили присутствие

Рисунок 1
Доходности бумаг первого и второго эшелонов росли вместе со спредами к ОФЗ

Источник: Cbonds



на локальном рынке. За 9 месяцев 2022 года без учета выпуска структурных бумаг и секьюритизированных выпусков около 56 % проведенных сделок были обеспечены эмитентами с рейтингом AAA.

В течение 2022 года доходности корпоративных облигаций росли неравномерно вслед за динамикой ставки ЦБ РФ и ОФЗ. Согласно индексу агрегированных доходностей Cbonds CBI для компаний первого (рейтинг AA- и выше) и второго (BBB — A+) эшелонов средний уровень доходностей увеличился на 300 и 500 б. п. соответственно. Реалии 2022 года сказались даже на высококлассных заемщиках, по которым премия к ОФЗ выросла почти вдвое по сравнению с уровнем 2021 года до 110 б. п. Для эмитентов второго эшелона премия к ОФЗ выросла сильнее — со 130 б. п. до 350 б. п. Таким образом, можно наблюдать не только расширение кредитных спредов к уровням безрисковых процентных ставок, но и премии между различными категориями эмитентов (Рисунок 1).

Ситуация на вторичном рынке сильно ограничила возможности проведения первичных размещений, где инвесторы, как правило, требуют более высокого уровня доходности даже в нормальных рыночных условиях. При анализе сделок первоклассных эмитентов, которые выходили на рынок в 2021-м и 2022 годах, можно отметить, что в целом по первичным размещениям кредитные спреды выросли в отдельных случаях более чем вдвое (Таблица 1).

Если в 2021 году ПАО «МТС» могло привлечь долговое финансирование при спреде к ОФЗ в размере менее 50 б. п., то в мае-июне 2022 года для обеспечения успеха сделки компания давала премию к ОФЗ до 200 б. п. К августу уровень спредов сократился примерно до 80 б. п. По эмитенту ОАО «РЖД» для размещения пятилетних бумаг рынок запросил премию в размере 190 против 70–90 б. п. в 2021 году на срок шесть-семь лет. Условия для размещения существенно ухудшились в 2022 году, однако вопрос успешной сделки для эмитентов первого эшелона лежал в плоскости цены.

ШИРОКИЕ СПРЕДЫ ВЫДАВЛИВАЮТ СРЕДНИХ И МЕЛКИХ ЭМИТЕНТОВ С РЫНКА

Согласно индексу агрегированных доходностей и спредов Cbonds CBI,

В течение 2022 года доходности корпоративных облигаций росли неравномерно вслед за динамикой ставки ЦБ РФ и ОФЗ

Таблица 1
Премии к ОФЗ на первичном рынке в ряде выпусков удвоились для эмитентов с рейтингом AAA в 2022 году

Источник: Cbonds, Мосбиржа, «Эксперт РА»

Эмиссия	Объем размещения, млрд руб.	Дата окончания размещения	Срок, лет	Доходность, %	Спред к ОФЗ, б. п.
МТС, 001Р-19	10	11.05.2022	3	12.21	198
МТС, 001Р-20	10	06.05.2022	4	12.28	202
МТС, 001Р-21	10	27.06.2022	4	10.01	139
МТС, 001Р-22	20	05.08.2022	2	8.56	84
РЖД, 001Р-24R	10	06.05.2022	5	12.22	192
РЖД, 001Р-25R	15	06.05.2022	5	12.22	192
МТС, 001Р-18	4.5	31.03.2021	3	6.61	43
РЖД, 001Р-23R	15	19.07.2021	7	8.00	83
РЖД, 001Р-21R	20	08.02.2021	6	6.97	96
РЖД, 001Р-22R	10	12.02.2021	6	6.97	68

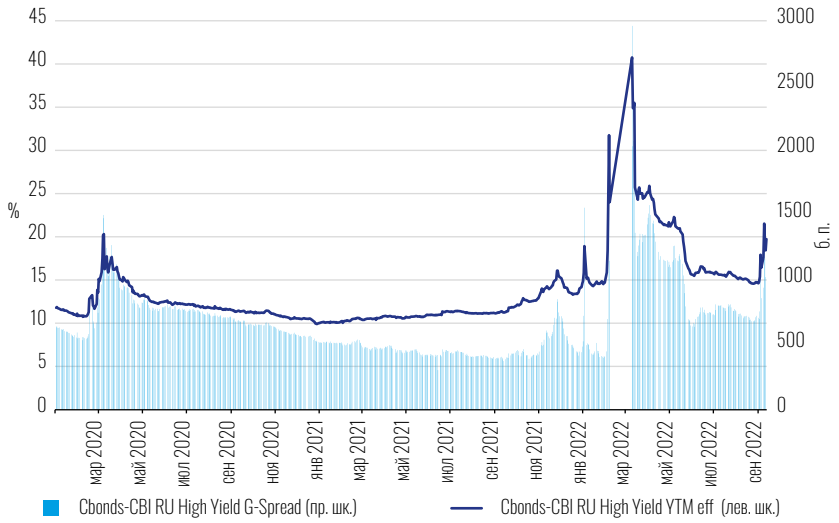


Рисунок 2
Риски в ВДО фактически закрыли эмитентам доступ к первичному рынку

Источник: Cbonds

ВДО выглядели крайне волатильными в течение года из-за серьезного разброса в доходностях между различными категориями рейтингов. Средний уровень доходностей в 2022 году вырос с 11.4 % в 2021 году до 18.4 % за 9 месяцев 2022 года, агрегированный спред к ОФЗ также практически удвоился до 900 б. п. (Рисунок 2).

С учетом волатильности на вторичном рынке и снижения вовлеченности частных инвесторов в обороты торгов первичный рынок облигаций стал почти недоступен для эмитентов с рейтингами ниже категории BBB (Таблица 2).

Если сравнивать с выпусками за 2021 год, то в текущем году ярким выглядит пример ООО «Лизинг-Трейд» с рейтингом уровня BB+. При сокращении срока проводимых размещений пришлось увеличить премию к ОФЗ для инвесторов до 900–1200 б. п. При этом объем размещения также сократился с 500 до 59–100 млн рублей за выпуск. Ряд других компаний с рейтингом категорий BB — B были не в состоянии собрать полный объем заявок на планируемые объемы выпуска, во многих выпусках спрос был обеспечен не более чем на 10–40 % от заявленных объемов.

В более высокой категории BBB жизни больше. Так, компания «ЭР-Телеком Холдинг» с рейтингом BBB+ сумела увеличить планируемый объем размещения с 5 до 9 млрд рублей, предоставив премию к ОФЗ на уровне около 420 против 252 б. п. годом ранее.

Ситуация на рынке показывает, что ликвидность в сегменте ВДО есть, но не для всех. В категории BBB уровень переподписки может быть достаточно высоким, однако и премия за риск также остается значительной. Эмитенты ВДО оказались в ситуации, когда все их родовые травмы — непрозрачность, критичная зависимость от рефинанса, 100 % опоры на розницу — не позволяют обеспечить достаточного объема размещения даже при предоставлении большой премии за риск.

Прошедшие в 2022 году сделки показывают, что доходность, на которую ориентируются эмитенты, не компенсирует риски эмитентов ВДО

ДЕПОЗИТНЫЕ ДЕНЬГИ ПРИВЛЕКУТ ТОЛЬКО «ПРОЗРАЧНЫЕ» ЭМИТЕНТЫ

После повышения ставки Банком России до 20 % весной многие инвесторы переложили средства в высокодоходные депозиты сроком от 3 до 6 месяцев. За полгода нормализации ставок депозиты вернулись к неинтересным уровням, но квазидепозитные бумаги эмитентов первого эшелона выглядят конкурентными по сравнению с более доходными, но при этом гораздо более рисковыми

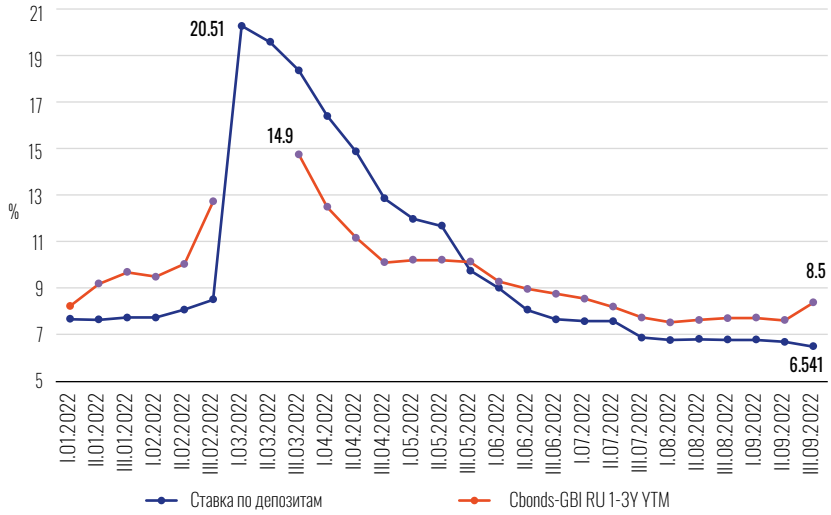
Таблица 2
Существенные премии к ОФЗ не гарантируют успешности размещений для эмитентов с низкими рейтингами

Источник: Cbonds, Мосбиржа, «Эксперт РА»

Эмиссия	Объем размещения, млрд руб.	Дата окончания размещения	Срок, лет	Доходность, %	Спред к ОФЗ, б. п.
ЭР-Телеком Холдинг, ПБО-05	7	19.04.2021	3	8.67	252
Энергоника, 001Р-02	0.1	01.06.2021	5	13.65	688
Лизинг-Трейд, 001Р-03	0.5	05.07.2021	5	11.57	452
Лизинг-Трейд, 001Р-02	0.5	16.02.2021	3	11.36	563
ЭР-Телеком Холдинг, ПБО-02-02	9	27.09.2022	2	12.88	422
Энергоника, 001Р-03	0.34	23.08.2022	5	17.26	860
Лизинг Трейд 001Р-04	0.1	04.08.2022	1	20.00	1263
Лизинг-Трейд, 001Р-05	0.59	17.08.2022	1	17.23	967

Рисунок 3
Доходности ОФЗ обгоняют максимальные ставки по депозитам, и разброс увеличивается

Источник: Cbonds



неликвидными облигациями в низких эшелонах.

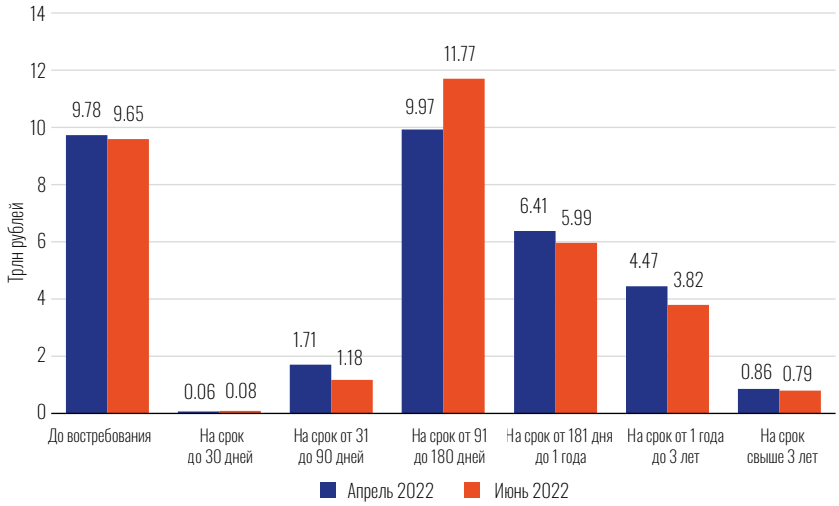
К сентябрю доходности ОФЗ стали больше максимальных процентных ставок по депозитам, тенденция выглядит устойчивой, учитывая то, что банки должны компенсировать чистые процентные расходы от высоких ставок по депозитам в первой половине 2022 года (Рисунок 3).

Согласно статистике ЦБ РФ, по состоянию на июнь 2022 года объем вкладов физических лиц сроком от 91 до 180 дней составлял около 11 трлн рублей. В IV квартале 2022 года можно ожидать ситуацию, аналогичную той, что была в 2020 году, когда ставки по депозитам давали доходность значительно ниже рынка облигаций. Поскольку премии за риск на облигационном рынке находятся на максимальных уровнях, а банки стремятся сокращать ставки по депозитам, мы ожидаем, что многие вкладчики перейдут на облигационный рынок для обеспечения более выгодного соотношения баланса риск — доходность. В условиях повышенной волатильности, рисков дефолта и значительных спредов к ОФЗ компаний первого эшелона мы ожидаем, что предпочтения частных инвесторов могут склониться в пользу более надежных заемщиков (Рисунок 4).

Прошедшие в 2022 году сделки показывают, что доходность, на которую ориентируются эмитенты, не компенсирует риски эмитентов ВДО. И если раньше подход инвесторов «берем не глядя» стоил эмитентам лишние 1–3 п. п. при размещении, то теперь эту дополнительную премию ждут от понятных и прозрачных компаний. А для непрозрачных формула смещается от премии за риск вида «КС (или ОФЗ) + n%» в сторону «КС (или ОФЗ) × n». Прежние правила теперь не работают, компаниям придется соответствовать практикам IR, которые используют эмитенты первого эшелона, насколько это возможно, ради более

Рисунок 4
В IV квартале 2022 года можно ожидать отток ликвидности из депозитов, открытых в феврале-марте, на фондовые рынки под более высокие процентные ставки

Источник: БКС Экспресс, Банк России



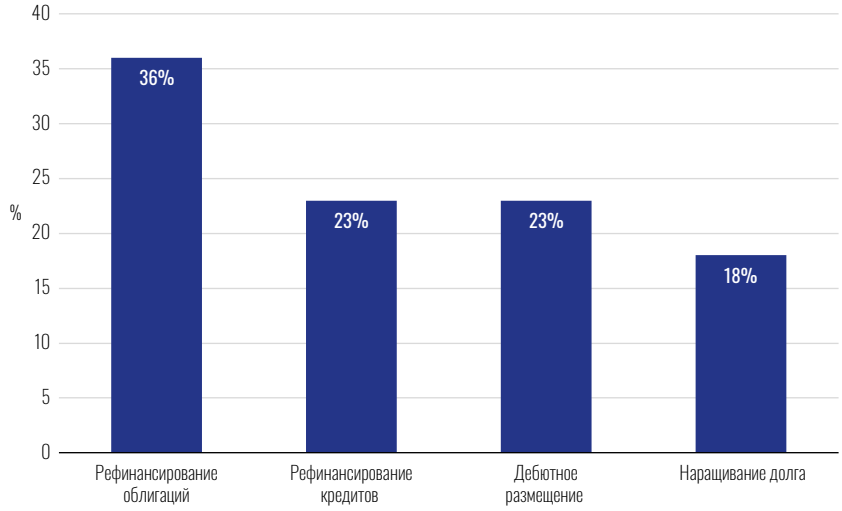


Рисунок 5
Результаты опроса о планах эмитентов по работе с облигационным рынком в 2023 году

высоких кредитных рейтингов и сохранения внимания инвесторов. Приоритеты — консолидированная отчетность по МСФО и аудитор с репутацией.

Таблица 3
Ожидания эмитентов по уровню ставок в 2023 году

Категория эмитентов	Ожидания по среднему уровню ставок, %
AAA	8.50
AA	9.20
A	10.10
BBB	11.50
BB	13.10
B	15.20

ЭМИТЕНТЫ СМОТРЯТ НА РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ В 2023 ГОДУ С УМЕРЕННЫМ ОПТИМИЗМОМ

На ежегодном форуме «Эксперта РА» «Будущее облигационного рынка: возвращение к росту» мы провели ряд опросов среди различных категорий эмитентов, позволивших нам получить срез настроений участников рынка (Рисунок 5). Эмитенты смотрят на перспективы облигационного рынка с умеренным оптимизмом и планируют участвовать в нем вопреки непростым внешним условиям: 79 % респондентов планируют обеспечивать финансирование на облигационном рынке, 59 % будут рефинансировать свои долги.

Также эмитенты ожидают нормализации уровня процентных ставок в 2023 году, однако рассчитывают на сохранение повышенных премий между различными категориями эмитентов (Таблица 3).

Несмотря на сложности, с которыми сталкиваются эмитенты ВДО в 2022 году, участники рынка видят перспективы для появления новых имен в 2023 году: 72 % респондентов ожидают выхода на облигационный рынок как минимум 11 новых компаний повышенного инвестиционного риска (Рисунок 6).

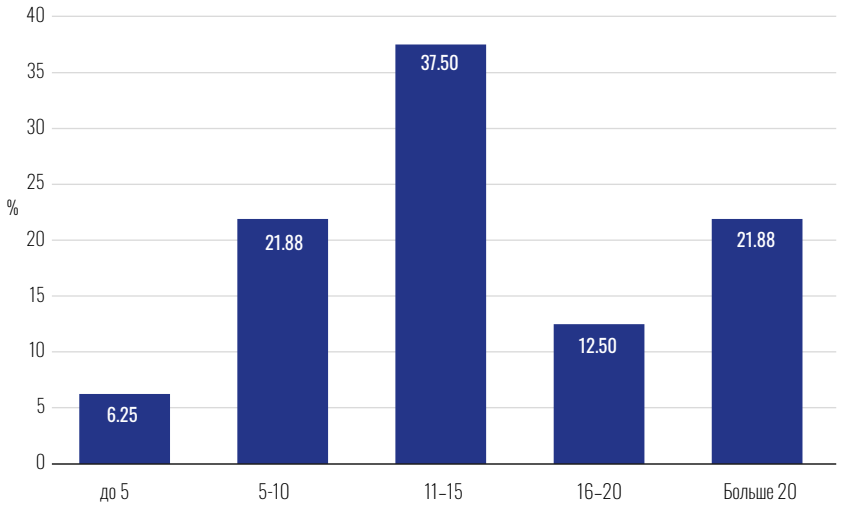


Рисунок 6
Результаты опроса участников форума о количестве новых эмитентов ВДО в 2023 году

Создайте ваш индекс вместе с Cbonds

- Для измерения эффективности управления портфелем
- При использовании индексной стратегии управления
- Создание собственного бенчмарка

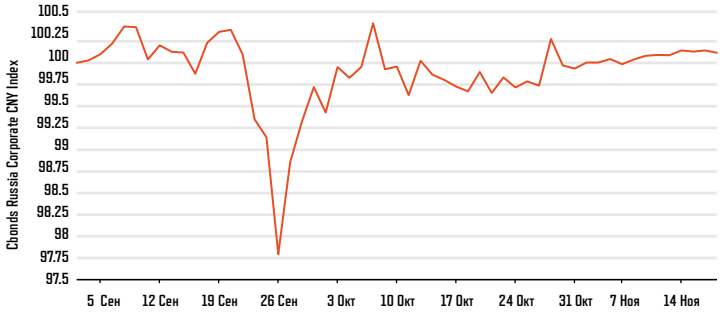
- Использование гибких методов построения индекса
- Ограничение долей эмитентов в портфеле
- Обновление структуры индекса при перебалансировке портфеля
- Возможность создания ценовых и объемных индексов
- Разработка пользовательской методологии

- У вас есть список эмиссий, критерии или идеи для построения индекса — свяжитесь с нами

+ 7 (812) 336-97-21 доб. 146
database@cbonds.info

Cbonds World Corporate Green Bonds USD Index

Cbonds Russia Corporate CNY Index



Cbonds EM Sovereign USD T-spread Index

Индексы:

- полной доходности
- индекс дюрации
- ценовой индекс
- G-спред
- эффективной доходности

- Cbonds Country Corporate — Eurobonds and Bonds in USD
- погашение > 360 дней
- объем > $500 млн
- не ниже B3/B- по крайней мере от двух ведущих рейтинговых агентств

Cbonds

Реклама